



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 1998

ROMA, 31 MARZO 1999

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Luigi SPAVENTA

Componenti
Salvatore BRAGANTINI
Lamberto CARDIA
Renato RORDORF
Filippo CAVAZZUTI

Direttore Generale (facente funzioni)
Giovanna GIURGOLA TRAZZA

INDICE

PARTE PRIMA

RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA	7
I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO	
<i>L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto</i>	9
<i>Il Testo unico e la regolamentazione secondaria</i>	10
<i>Il controllo sull'informativa</i>	11
<i>La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e sugli operatori</i>	12
<i>Le relazioni internazionali</i>	13
<i>La gestione e l'amministrazione dell'Istituto</i>	13
II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE	
<i>La normativa sull'abuso di informazioni privilegiate e sull'aggiotaggio</i>	18
<i>Internet</i>	19
<i>Le norme in materia di privatizzazioni</i>	20
<i>La partecipazione ai lavori della Commissione di studio per la riforma del diritto societario</i>	22
<i>La competitività dei mercati regolamentati e l'organizzazione della vigilanza</i>	23
DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	27
<i>Il compito del regolatore in un mercato globale</i>	29
<i>Il Testo unico e i regolamenti della Consob: risultati e prospettive</i>	31
<i>La riforma del diritto societario</i>	32

<i>I mercati e le imprese</i>	34
<i>L'evoluzione del controllo delle società quotate</i>	36
<i>La vigilanza e i poteri della Consob</i>	38
<i>La Consob Autorità indipendente</i>	41

PARTE SECONDA

DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

47

I.	<i>L'ATTUAZIONE DEL TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA</i>	
	<i>Gli obiettivi dell'attività regolamentare</i>	49
	<i>La disciplina degli emittenti</i>	50
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	56
	<i>La disciplina dei mercati</i>	59
II.	<i>LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>	
	<i>La struttura proprietaria e il controllo delle società quotate</i>	62
	<i>I trasferimenti del controllo e le Opa su società quotate</i>	67
	<i>Le privatizzazioni di società quotate</i>	71
III.	<i>LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO</i>	
	<i>Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione</i>	74
	<i>Gli intermediari nei collocamenti e nelle offerte iniziali</i>	76
	<i>Gli aumenti di capitale delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	80
	<i>Le operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati</i>	86

IV.	<i>L'INFORMAZIONE SUGLI EMITTENTI QUOTATI</i>	
	<i>I controlli sull'informazione continua</i>	89
	<i>I controlli sull'informazione contabile e periodica</i>	90
	<i>I controlli interni</i>	95
	<i>L'attività interpretativa e regolamentare</i>	97
V.	<i>LE SOCIETÀ DI REVISIONE</i>	
	<i>Il mercato della revisione contabile</i>	101
	<i>L'attività delle società di revisione e i controlli</i>	103
VI.	<i>I MERCATI REGOLAMENTATI</i>	
	<i>Il mercato di borsa e dei derivati</i>	106
	<i>L'attività di controllo sul mercato di borsa e dei derivati</i>	110
	<i>L'attività di controllo sulle società di gestione dei mercati regolamentati</i>	111
VII.	<i>L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO</i>	
	<i>Le modifiche alla disciplina</i>	115
	<i>Le metodologie di indagine</i>	116
	<i>I risultati delle indagini</i>	116
	<i>Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria</i>	119
	<i>Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio su strumenti finanziari</i>	120
VIII.	<i>GLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	
	<i>Andamenti e struttura del settore</i>	123
	<i>L'attività di vigilanza</i>	128
	<i>I provvedimenti cautelari e sanzionatori</i>	131
	<i>I sistemi di indennizzo</i>	133
	<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	135

	<i>L'attività interpretativa</i>	136
IX.	IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	139
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto</i>	140
	<i>Le segnalazioni di ipotesi di reato</i>	143
	<i>L'attività di supporto all'Autorità Giudiziaria</i>	145
X.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	147
	<i>Le iniziative in ambito internazionale</i>	150
	<i>I primi interventi del Fesco</i>	154
XI.	L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO DELLA CONSOB	
	<i>La gestione finanziaria</i>	155
	<i>L'organizzazione interna e le risorse umane</i>	158
	<i>Le relazioni con l'esterno</i>	159
	APPENDICE	
	<i>Indice delle tavole</i>	163
	<i>Tavole statistiche</i>	167
	<i>Note metodologiche</i>	213
	<i>Glossario</i>	221
	<i>Siglaro</i>	239

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

La relazione che segue è stata presentata in data 12 aprile 1999, a Milano, dal Presidente della Consob.

Signor Ministro, Signor Sindaco, Autorità, Signore e Signori,

mi è grato confermare la scelta compiuta lo scorso anno dal mio predecessore Tommaso Padoa-Schioppa di presentare a Milano una relazione annuale al mercato. Fu una scelta saggia, da me pienamente condivisa. Nel 1998 l'inizio della tradizione milanese avvenne nella sede illustre di Palazzo Marino. Quest'anno, in Assolombarda, la Commissione vuole segnalare la sua attenzione verso il mondo dell'impresa: non solo quello dell'impresa quotata, ma anche, e di più, quello delle tante piccole e medie imprese che, auspicabilmente, si rivolgeranno al capitale di rischio attraverso la quotazione e che, quando ciò decideranno di fare, troveranno nella Consob piena disponibilità di collaborazione.

La Commissione intende potenziare la sua sede di Milano. Il concorso già bandito per ventitré posti riservati a quella sede è solo un primo passo. Il Sindaco e il Comune di Milano hanno offerto concreto sostegno con la concessione alla Consob del prestigioso immobile di via Broletto. Al Sindaco e al Comune desidero esprimere, a nome della Commissione, un vivo ringraziamento e, con esso, l'impegno a favorire un maggiore inserimento della Consob nella città di Milano e a rendere sempre più stretta la collaborazione con le istituzioni della città e anche con le sue università.

Rivolgo un saluto caloroso al mio predecessore, Tommaso Padoa-Schioppa. Il contributo che la sua presidenza ha arrecato alla Commissione è stato breve nella durata, ma forte e intenso nei risultati. Chi ha avuto il privilegio di succedergli si sorprende per la mole del lavoro svolto: soprattutto, per il contributo di idee alla legislazione e per il puntuale adempimento dei gravosi compiti regolamentari affidati alla Consob dal Testo unico della finanza. A quest'opera ha offerto un contributo prezioso il professor Marco Onado, che è stato commissario sino all'ottobre scorso e che merita la gratitudine della Commissione. Porgo il benvenuto al professor Cavazzuti, che lo ha sostituito. Colgo questa occasione per esprimere, a nome mio e della Commissione un convinto e vivissimo ringraziamento ai dirigenti e al personale tutto della Consob: ai compiti ordinari di vigilanza e di collaborazione con il mercato, che si fanno ogni giorno più pesanti, si è aggiunto l'impegno gravoso di predisposizione dei regolamenti e, oggi, il contributo ai lavori della Commissione di studio per la riforma del diritto societario. Ringrazio l'ingegner Marco Martini per l'opera svolta quando era direttore generale.

Il compito del regolatore in un mercato globale

1. Dalla crisi finanziaria, che nel 1998 ha investito prima l'intera area del Sud-Est asiatico, poi la Russia e che ha provocato effetti di contagio nell'America Latina, si traggono alcune importanti lezioni. Un mercato libero, per offrire i suoi benefici, non può essere privo di regole. La liberalizzazione improvvisa di mercati prima repressi provoca gravi rischi qualora sia assente o

debole l'assetto istituzionale che dovrebbe garantire la stabilità, la trasparenza e la tutela degli investitori: un sano sviluppo finanziario richiede che alla crescita dei mercati si accompagni uno sviluppo delle istituzioni preposte a stabilire le regole necessarie e a farle rispettare. Infine, i problemi riguardano non solo i mercati emergenti, destinatari di ingenti flussi di capitale a breve termine, ma anche i paesi industrializzati, da cui quei flussi originano: se ai primi si può imputare insufficienza di regole prudenziali e mancanza di informazioni e di trasparenza, gli investitori, a caccia di ingenti e facili guadagni, poco si sono preoccupati di valutare i rischi dei loro impieghi.

La comunità internazionale si è accorta, sia pure tardivamente, dei pericoli insiti in un processo di globalizzazione che, per la velocità e l'intensità con cui si manifesta, rende obsoleta un'architettura istituzionale frammentata secondo i confini degli stati-nazione. Nell'ottobre 1998 i Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali del G-7 diedero mandato al presidente della Bundesbank di proporre nuove forme di monitoraggio e di vigilanza su scala internazionale. In seguito al rapporto Tietmeyer, il G-7 ha deciso di istituire un *Financial Stability Forum*, presieduto dal Direttore Generale della Bri, a cui parteciperanno anche i rappresentanti delle Autorità di vigilanza.

2. Nel 1998 la Consob ha partecipato attivamente al dibattito internazionale in materia di vigilanza sui mercati mobiliari.

L'internazionalizzazione dei mercati rende ormai praticamente impossibile considerare la regolamentazione e la vigilanza solo in un'ottica nazionale. Il mutuo riconoscimento delle regole è condizione necessaria per consentire agli operatori di essere attivi su scala globale.

Nel 1998 sono stati adottati gli *Iosco Principles*: vi vengono enunciati i criteri a cui deve ispirarsi l'opera di regolazione e di controllo, al fine di consentire una più efficace cooperazione internazionale nell'attività di vigilanza e di sanzione. Il Testo unico del 1998 rappresenta un passo avanti importante nell'adeguamento dell'ordinamento italiano agli standard internazionali, ma non ancora sufficiente per il completo rispetto dei Principi: almeno in alcuni casi, i poteri attribuiti alla Consob non consentono di offrire una efficace cooperazione con le altre Autorità nella repressione dei reati finanziari.

3. Di recente la Commissione Europea ha presentato un documento in cui si propone un quadro di azione per compiere passi ulteriori verso un mercato unico dei servizi finanziari.

Il meccanismo del passaporto europeo, basato sul sistema del riconoscimento reciproco dell'autorizzazione e della vigilanza prudenziale (armonizzate a livello europeo), non basta di per sé a raggiungere l'obiettivo della creazione di un mercato interno completamente integrato. Occorrerebbe infatti una maggiore uniformità, non solo nella regolamentazione, ma anche nell'applicazione delle norme e nelle possibilità di sanzione.

La moneta unica accelererà l'integrazione dei mercati finanziari europei. Non solo aumenteranno le transazioni interfrontaliere; diverrà più difficile individuare la giurisdizione competente per operazioni e soggetti che hanno perso una specifica caratterizzazione nazionale. L'esempio estremo, anche se non di prossima realizzazione, è quello di piattaforme uniche per la negoziazione di titoli emessi in diversi paesi. Questioni simili, si può osservare, si pongono per la vigilanza bancaria. Nel caso delle banche, tuttavia, il Trattato e lo Statuto del Sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea offrono la possibilità di progressi futuri nel coordinamento delle funzioni di vigilanza; nell'ambito dell'Eurosistema è già operante un comitato di coordinamento per la vigilanza bancaria. Nel caso del mercato unico dei servizi finanziari, mancano invece sia le istituzioni sia le norme. Le direttive europee, il Fesco, i memorandum di intesa potranno rivelarsi mezzi insufficienti per affrontare i problemi posti dall'integrazione dei mercati finanziari.

Il documento della Commissione Europea considera questo problema, e pone (sia pure incidentalmente) la questione della creazione di un regolatore europeo capace di adottare e di far rispettare regole applicabili uniformemente su tutto il territorio dell'Unione. È questo un suggerimento che va perseguito, per lo meno con riferimento ad alcune categorie di operazioni e di soggetti.

Il Testo unico e i regolamenti della Consob: risultati e prospettive

4. Il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, entrato in vigore il successivo 1° luglio, affidava alla Consob l'emanazione di un complesso *corpus* di regolamenti. Contemporaneamente alla data di entrata in vigore del Testo unico, la Consob ha adottato i regolamenti sugli emittenti, sugli intermediari e sui mercati. Con regolamenti successivi e con quello sulla sollecitazione, approvato nei giorni scorsi, si sono completati gli adempimenti assegnati alla Consob.

Nella definizione dei regolamenti, la Commissione ha perseguito obiettivi di flessibilità e di semplificazione. Si è cercato di evitare una precettistica minuziosa, riferita a casi specifici, affidandosi, quando era possibile, all'autonomia degli operatori e all'autoregolamentazione. Rispetto al precedente regime, sono stati eliminati tutti gli obblighi non essenziali per tutelare gli investitori.

La previsione di un nuovo istituto, il cosiddetto documento informativo sull'emittente, che raccoglie tutte le informazioni sugli emittenti sino ad ora contenute negli schemi tipo di prospetto, riduce i controlli preventivi. La sua pubblicazione consente alle società quotate o con titoli diffusi di effettuare, nei dodici mesi successivi, sollecitazioni all'investimento mediante la pubblicazione di una semplice nota integrativa. Per incentivare la pubblicazione del documento informativo, al momento ancora facoltativo, è stata prevista la possibilità di immediato avvio delle campagne pubblicitarie e la riduzione dei termini di inizio dell'offerta.

5. Confidiamo che l'edificio legislativo e regolamentare costruito per il governo della finanza e dei mercati sia solido e che la sua manutenzione possa essere assicurata dall'interpretazione e dalla giurisprudenza che si formerà sulla base delle norme esistenti. Il vero collaudo può solo essere compiuto, giorno dopo giorno, dalla realtà della finanza e dei mercati, in continua evoluzione. Questo collaudo è già in corso: eventi recenti sottopongono le norme a prove di resistenza di portata forse imprevedibile.

Il sentiero che deve percorrere chi è chiamato a definire la normativa regolamentare in materia di economia e di finanza è assai stretto. Una normativa a maglie larghe, per principi, se meglio consente di recepire fattispecie nuove prodotte dall'innovazione finanziaria, rischia di lasciare margini troppo ampi di incertezza interpretativa, e pertanto di discrezionalità al regolatore. D'altro canto, una normativa a maglie strette, con una previsione minuziosa di casi, se offre maggiore certezza, con un incasellamento più agevole delle diverse fattispecie, è soggetta a un più rapido tasso di obsolescenza ed è costretta a inseguire le novelle della finanza per tipizzarle con novelle normative.

Dopo un'adeguata sperimentazione, si potrà manifestare l'opportunità di integrazioni e adattamenti, resi più agevoli quando sia consentito lo strumento regolamentare. Anche in questo caso la Consob intende avvalersi della collaborazione dei soggetti interessati, consultandoli sull'esperienza compiuta con il nuovo corpo normativo.

La riforma del diritto societario

6. Il Testo unico ha portato cambiamenti di grande importanza nel diritto societario italiano: ha in larga misura colmato il divario prima esistente tra diritto dei mercati finanziari e diritto societario; ha disegnato uno statuto assai più preciso e definito per le società con titoli quotati che, pur continuando ad essere regolate, in linea generale, dalle norme che il codice civile detta per le società per azioni, si distinguono da queste per diversi e non marginali aspetti.

Il quadro d'insieme del diritto societario, tuttavia, non è ancora ben equilibrato: moderno e nitido in alcune parti, vecchio e superato in altre, che non sono necessariamente le meno importanti. Alcune delle esigenze di tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza a cui le norme del Testo unico si ispirano sussistono anche per società che, pur non ricorrendo alla quotazione, ricercano capitale di rischio o di credito presso un pubblico indistinto di finanziatori. D'altronde, per le stesse società quotate i limiti della delega legislativa non hanno consentito di dettare tutte le disposizioni che un completo adeguamento agli standard internazionali avrebbe richiesto: basti dire che né la struttura, né il funzionamento, né le competenze dell'organo amministrativo sono stati toccati dalla nuova normativa.

Deriva da ciò la necessità di completare il restauro, per adeguare ai tempi un ordinamento societario rimasto fermo, in alcuni settori, da oltre cinquanta anni e per evitare che ingiustificate

disparità normative ingenerino distorsioni nei comportamenti economici degli operatori e nuocciano alla funzionalità del mercato.

È stata perciò molto opportuna l'istituzione, per iniziativa congiunta dei Ministri del tesoro e di grazia e giustizia, di una commissione di studio incaricata di predisporre una bozza di legge delega per la riforma del diritto delle società non quotate. Ai lavori di questa commissione la Consob dà il proprio convinto contributo.

7. Il compito non è facile. Si tratta di costruire una normativa che sia flessibile ed adatta alle esigenze di crescita e di autonomia delle imprese, e al tempo stesso sufficientemente certa e rigorosa nel garantire gli interessi di chi in quelle imprese investe senza partecipare in prima persona alle scelte imprenditoriali e nel tutelare i creditori, i dipendenti e, più in generale, tutti i terzi che con la società entrano in contatto. L'impianto della vigente legislazione societaria dovrà, quindi, essere rivisto: per eliminare adempimenti inutili o eccessivamente onerosi; per consentire (ad esempio, nella struttura dell'organo amministrativo e nella ripartizione di competenze tra questo e l'assemblea) scelte compatibili con i modelli di altri paesi europei; per ampliare il più possibile l'area dell'autonomia statutaria delle imprese, affinché ognuna possa confezionarsi il vestito giuridico che meglio le si attaglia.

L'area dell'autonomia potrà essere maggiore per le società a ristretta base proprietaria, in cui meno marcato è il distacco tra proprietà e gestione e in cui pertanto i soli interessi che limitano l'autonomia organizzativa dell'imprenditore sono quelli dei terzi, da tutelare con un residuo nucleo di norme inderogabili. Laddove, invece, vi è un più marcato distacco tra un'ampia platea di soci titolari del capitale ed i gestori dell'impresa, il corredo delle norme deve essere più ricco: le esigenze di tutela delle minoranze e del risparmio, non sono infatti circoscritte alle sole imprese operanti sui mercati regolamentati, ma si ritrovano, variamente calibrate, in tutte le società comunque finanziate da capitali raccolti tra un pubblico indistinto di risparmiatori.

In conseguenza, l'accesso al mercato finanziario con sollecitazione del pubblico risparmio dovrebbe essere consentito a chi rispetti regole più stringenti che garantiscano trasparenza e correttezza dei comportamenti a tutela degli investitori; non a chi, per sua scelta, preferisca operare attraverso strutture societarie forse più duttili, ma anche più opache ed a carattere più intimo, quali già sono nell'originaria ispirazione del codice le società a responsabilità limitata.

Norme imperative ed autonomia statutaria non sono espressione di due mondi incompatibili, ma costituiscono ingredienti essenziali di qualsiasi moderna regolazione del fenomeno societario. Le due condizioni indispensabili per realizzare un sistema normativo equilibrato sono la condivisione dei principi essenziali e l'effettività delle regole. Occorre incoraggiare processi di autoregolamentazione già molto avanzati altrove e che da noi solo oggi si avviano, anche grazie a un'iniziativa recentemente assunta dalla Borsa Italiana. Occorre ripensare i modi della giurisdizione commerciale, che risente della generale crisi della giustizia civile italiana e che dovrebbe invece

assicurare maggiore certezza negli esiti e maggiore prevedibilità nei tempi di risoluzione delle vertenze.

I mercati e le imprese

8. Con l'approvazione del Testo unico si è chiusa una stagione del diritto dei mercati mobiliari, avviata all'inizio degli anni novanta con le leggi sulle Sim, sull'*insider trading* e sulle Opa.

Il nesso causale tra sviluppo dei mercati ed evoluzione del quadro normativo non è univoco. Un legislatore lungimirante può disegnare assetti normativi che anticipano l'evoluzione dei mercati. Il mercato può sollecitare l'adozione di regole che riducano i costi delle transazioni.

In Italia, le ricordate modifiche legislative, pur se hanno favorito lo sviluppo della borsa, hanno ridotto solo in parte il divario con le altre principali piazze europee. Alla fine dello scorso decennio la capitalizzazione della borsa di Milano era pari al 20 per cento di quella di Londra e al 60 per cento di quella di Francoforte. Oggi la distanza dalla prima si è ridotta, ma quella dalla seconda è aumentata: alla fine dello scorso anno Milano capitalizzava il 25 per cento di Londra e il 50 per cento di Francoforte. In termini di rapporto fra capitalizzazione e prodotto interno lordo e soprattutto di controvalori scambiati la crescita è stata tuttavia di assoluto rilievo, allineando ormai la borsa di Milano alle altre principali borse europee. Pur nella difficoltà di costruire graduatorie attendibili, Milano appare uno dei principali mercati azionari in Europa per volumi scambiati e il secondo considerando gli scambi su derivati azionari. Tali progressi sono stati conseguiti anche grazie ai continui miglioramenti apportati alla microstruttura del mercato, che risulta attualmente fra i più liquidi, con bassi costi di transazione.

9. Il principale punto di debolezza della nostra borsa rimane il non elevato numero di società quotate, nonostante qualche progresso negli ultimi anni. Una bassa propensione alla quotazione può influenzare negativamente l'innovazione tecnologica e per tale via la crescita dell'economia. Gli investimenti in settori innovativi sono di solito caratterizzati da una combinazione di alto rischio e alti rendimenti: difficilmente, pertanto, trovano finanziamento adeguato attraverso l'indebitamento bancario. Sul mercato dei capitali, per contro, può meglio esprimersi una offerta di capitali per investimenti con quelle caratteristiche. È un fatto che molte imprese appartenenti a settori innovativi si sono sviluppate in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, dove i mercati finanziari hanno da sempre svolto un ruolo di maggior rilievo. In Italia il tasso di innovazione tecnologica è basso e continua a prevalere una specializzazione nei settori tradizionali. Le 37 società che si sono quotate tramite offerta pubblica nell'ultimo triennio appartengono per lo più a quei settori; solo cinque di queste possono essere classificate come ad alta tecnologia.

10. Per andare sul mercato, sia nella raccolta di capitale di rischio, sia nell'emissione di debito sotto forma cartolare, le imprese devono aprire i loro libri: essere più trasparenti, offrire informazioni periodiche sulla loro situazione finanziaria e sulle prospettive di crescita. In Italia sia l'ambiente esterno, di cui sono componenti importanti la struttura della fiscalità e le regole dei rapporti di lavoro, sia la cultura delle imprese inducono a considerare con diffidenza quelle esigenze di trasparenza e di informazione. Ne è prova la singolare polarizzazione per dimensioni del sistema delle imprese italiane: un numero assai elevato di imprese piccole, che tali tendono a rimanere; un nucleo solido e abbastanza stabile di grandi imprese; una sparsa popolazione nel mezzo.

La moneta unica europea, con l'eliminazione del rischio di cambio, aumenterà la disponibilità e ridurrà il costo del capitale per chi voglia rivolgersi al mercato; ma non basterà di per sé a rimuovere rapidamente gli ostacoli ambientali e culturali alla transizione verso modelli propri di economie finanziariamente più sviluppate.

L'ambiente può essere migliorato con opportune iniziative. Si è già detto della riforma del diritto societario. Altri suggerimenti si traggono dal rapporto del Comitato per la piazza finanziaria istituito la scorsa estate. Alcune di queste iniziative sono affidate alla volontà del legislatore tributario.

Si pone comunque l'esigenza di migliorare la struttura del mercato, per renderlo più attraente.

11. La capacità del mercato azionario di attrarre quotazioni di imprese medio-piccole si manifesta anche nella possibilità che gli scambi sul mercato avvengano a prezzi che segnalino in maniera accurata il costo del capitale per tali imprese. È noto, tuttavia, che proprio i titoli delle imprese di dimensioni minori sono i meno liquidi e i più volatili: in questo caso, i prezzi forniscono informazioni distorte sul valore effettivo delle società.

Gli interventi sulla struttura del mercato volti a migliorare la liquidità dei titoli sottili sono quindi essenziali per incentivare l'arricchimento del listino. Da questo punto di vista l'introduzione della figura dell'operatore specialista consente un rafforzamento dell'assetto organizzativo degli scambi.

Gli operatori specialisti hanno contribuito a migliorare significativamente la liquidità e i costi di transazione dei titoli sui quali operano: il differenziale denaro-lettera si è ridotto di circa un terzo e la frequenza degli scambi è aumentata di circa il 15 per cento. Tuttavia, il numero di titoli assistiti da specialista è ancora troppo esiguo. Inoltre, gli obblighi operativi dello specialista non sempre riflettono le diverse caratteristiche di dimensione e liquidità dei titoli interessati e a volte gli *spreads* massimi applicabili e gli obblighi minimi di presenza sul mercato sembrano non adeguati a garantire sufficiente liquidità: in troppi casi gli scambi effettuati dagli specialisti rappresentano una quota modesta degli scambi complessivi sui titoli ad essi assegnati.

12. I nostri mercati mobiliari hanno, per retaggio storico, una struttura frammentata di luoghi di contrattazione e di organismi di servizio. Questa frammentazione si contrappone alla forte integrazione che si osserva in altri mercati e può essere causa di debolezza. Per porvi rimedio, si propongono progetti alternativi, di cui si possono comprendere gli intenti, ma di cui ancora non si conoscono i lineamenti di organizzazione e, soprattutto, di struttura proprietaria. In questa incertezza, il Comitato per la piazza finanziaria, che pure era nato con l'obiettivo di assicurare "l'indirizzo strategico, l'impulso e il coordinamento" degli operatori privati, non sempre aveva offerto precise risposte.

Eppure la questione dell'architettura finanziaria dei nostri mercati dovrebbe essere affrontata con urgenza, con una soluzione coerente con il principio dell'indipendenza delle società mercato da singoli azionisti e non subordinata al desiderio che prevalga l'uno o l'altro assetto di controllo. Sarà altrimenti difficile per le nostre società mercato perseguire una pur indispensabile politica di alleanze europee in condizioni di parità.

Gli ulteriori lavori del Comitato per la piazza finanziaria, a conclusione del suo primo anno di vita, dovrebbero fare maggiore affidamento sulla iniziativa dei privati, per renderlo una sede istituzionale d'incontro tra le associazioni di categoria degli intermediari e le società mercato e di dialogo con le Autorità di governo e di vigilanza.

L'evoluzione del controllo delle società quotate

13. Fra il 1996 e il 1998 la diffusione della proprietà azionaria delle imprese quotate è aumentata in misura significativa: il peso del flottante sulla capitalizzazione di borsa è passato dal 39 al 56 per cento. Tale dinamica è da attribuire soprattutto al processo di privatizzazione di grandi società. Poco è invece mutato nella struttura azionaria delle società medio-piccole, che resta molto concentrata e poco contendibile: quasi i tre quarti delle società quotate, pari a circa metà della capitalizzazione di borsa, sono controllate di diritto o di fatto da un singolo azionista. Inoltre, permane elevata la separazione fra diritti di controllo e diritti patrimoniali, realizzata attraverso il mantenimento di strutture piramidali di gruppo. L'attuale assetto regolamentare impedisce la quotazione di holding finanziarie le cui principali attività siano costituite da partecipazioni in società già quotate. La norma regolamentare della Borsa Italiana può tuttavia essere elusa quando le holding nascono per effetto di operazioni di scorporo o scissione, volte a rendere ancora più articolata la struttura societaria dei gruppi quotati.

Nel 1998, grazie ad alcune significative operazioni di semplificazione di assetti societari, il peso sulla capitalizzazione di borsa dei primi cinque gruppi quotati è sceso dal 57 al 53 per cento e il numero di società quotate che ne fanno parte da 28 a 15. Il peso delle operazioni infragruppo sui risultati economici e finanziari delle società quotate rimane tuttavia significativo.

La elevata concentrazione degli assetti di controllo delle società private e di quelle a partecipazione statale spiega la virtuale assenza di offerte ostili nella nostra borsa sino al 1998: fra il 1992 e il 1998 i casi di acquisizioni non concordate sono stati solo tre. Sono stati più frequenti i passaggi fuori mercato di blocchi di controllo, che hanno interessato nei sei anni un numero di società corrispondenti a circa il 14 per cento della capitalizzazione di borsa.

Questo scenario pacifico, di assenza di contese per mancanza di contendibilità, è all'improvviso mutato. È stato, questo, un effetto forse non previsto, certo non secondario del processo di privatizzazione.

Le società privatizzate contribuiscono oggi per quasi la metà alla capitalizzazione del Mib30, e quindi per circa il 35 per cento a quella del listino. Pur se il disegno degli assetti di controllo si è espresso in forme variegata e non sempre coerenti, ne è risultato un grado di concentrazione proprietaria particolarmente basso: nelle imprese privatizzate i principali tre azionisti detengono una quota del capitale sociale mediamente pari a circa il 26 per cento a fronte di quasi il 57 per cento per l'insieme delle società quotate. Tutte le società coinvolte in queste settimane da progetti di acquisizione erano sei anni fa sotto il controllo diretto o indiretto dello Stato. I bassi tassi d'interesse e la crescente possibilità di approvvigionamento sul mercato internazionale dei capitali favoriscono quei progetti.

14. Le norme legislative e regolamentari che regolano le offerte pubbliche sono state immediatamente sottoposte ad una prova di carico di imprevedibile pesantezza, che non era stata prevista neppure dagli esperti consultati nella fase di redazione dei regolamenti.

Questo è un caso in cui ci si trova a misurare i vantaggi e gli svantaggi di una normazione a maglie larghe, come è tendenzialmente quella in vigore, che preferisce stabilire principi piuttosto che dettagliati precetti. L'applicazione della legge e del regolamento ha posto in effetti problemi interpretativi non facili.

In via generale, il regolatore deve cercare di contemperare due interessi, entrambi meritevoli di tutela: quello dell'offerente e quello della società oggetto dell'offerta ostile. Da un lato, una moderna legislazione deve consentire la contendibilità degli assetti proprietari, senza frapporti ostacoli, poiché il trasferimento del controllo è espressione dinamica di concorrenza e pertanto condizione per la produzione di valore per gli azionisti. L'unico intervento pubblico richiesto consiste nel vigilare sulla trasparenza dell'operazione e sulla correttezza dei comportamenti. D'altra parte, si deve tutelare l'interesse della società obiettivo della scalata a non essere costretta entro i confini della regola di passività per un periodo troppo lungo, o addirittura indefinito, mentre la società offerente ha piena libertà di azione.

In concreto, ci si è chiesto se l'applicazione alla società oggetto dell'offerta della regola che prescrive maggioranze qualificate per le operazioni sul capitale debba decorrere dal momento in

cui colui che intende promuovere l'offerta pubblica abbia comunicato gli elementi essenziali e le finalità dell'operazione o piuttosto dalla data di presentazione del documento di offerta. Vi è un argomento di sostanza a favore della prima soluzione. A norma di regolamento, l'intenzione di offerta deve essere comunicata "senza indugio". Tuttavia, prima che tale progetto si inveri nel documento di offerta approvato dalla Consob, devono essere ottenute le prescritte autorizzazioni e, nel caso di offerte di scambio, devono essere deliberati dalle assemblee societarie gli aumenti di capitale a servizio dell'offerta. Ove la comunicazione non segnasse l'inizio della regola di passività, la società che è obiettivo di un'offerta non concordata avrebbe ampia libertà di apprestare le proprie difese. L'esigenza di contendibilità ne risulterebbe fortemente indebolita. D'altra parte, se si accoglie questo argomento, i legittimi interessi della società che si difende devono essere tutelati con l'indicazione di un limite temporale, abbastanza ristretto, entro il quale alla comunicazione deve seguire la presentazione del documento di offerta corredato dalla prescritta documentazione. Nel silenzio delle norme, in via interpretativa tale indicazione può essere ricompresa entro gli elementi essenziali dell'offerta che la prima comunicazione deve contenere, affidando all'organo di controllo una valutazione della congruità del termine per la presentazione del prospetto. In alternativa - e potrà essere motivo di riflessione - si può introdurre una esplicita previsione regolamentare, come in altri ordinamenti europei.

Le acquisizioni con offerta pubblica costituiscono frequentemente occasione di abuso di informazioni privilegiate. In questo contesto, l'immediata divulgazione al pubblico dell'esistenza di un progetto di acquisizione riduce i rischi di abuso; d'altro canto, non può trascurarsi che l'esito di un progetto può essere pregiudicato se di esso si dà notizia prima che ne sia stata pienamente accertata la praticabilità. L'esigenza di riservatezza è riconosciuta anche in altre legislazioni, ma a condizione che gli esponenti aziendali si astengano dall'acquistare o vendere il titolo. Tale soluzione troverebbe certo più attenta considerazione, se si potesse essere convinti che il rispetto del mercato e delle sue regole rappresenta un'esigenza diffusamente condivisa, prima ancora che imposta dalla norma.

La vigilanza e i poteri della Consob

15. Molto si chiede al regolatore. Ma non sempre il regolatore può dare quello che gli viene richiesto, o perché non è suo compito, o perché non gli è consentito dalla legislazione.

Sovente il risparmiatore pretende che le regole siano tali da garantire ai suoi investimenti rendimenti alti e certi. Non è possibile soddisfare questa pretesa. Non vi è regola formale che possa modificare la relazione che associa di norma a un rendimento più alto un rischio più elevato; né vi è regola formale che possa garantire al risparmiatore oculatezza nella scelta del gestore del suo patrimonio. Il compito del regolatore consiste nel proteggere il risparmiatore dalle false promesse, da comportamenti scorretti o addirittura fraudolenti di chi sollecita l'investimento e dal mancato rispetto delle regole da parte degli intermediari.

I controlli nei confronti dei soggetti autorizzati sempre più sono rivolti all'accertamento del grado di affidabilità e di efficacia del loro assetto organizzativo e procedurale, al fine di individuare le cause che favoriscono i comportamenti irregolari. Come mettono in evidenza le verifiche compiute, il ricorso crescente a strumenti finanziari derivati pone problemi sia di adeguatezza degli assetti organizzativi e dei sistemi di controllo interno sia di correttezza e trasparenza dei rapporti con la clientela. Tali problemi sono emersi in tutti i casi in cui la Consob è intervenuta per prevenire o gestire crisi di Società di intermediazione mobiliare.

Il settore dei promotori impegna fortemente l'Istituto non solo sotto il profilo sanzionatorio, ma anche sotto quello degli adempimenti amministrativi connessi alla tenuta dell'albo. Essendo ormai pienamente definita la normativa regolamentare di riferimento, si auspica che l'organismo rappresentativo degli operatori previsto dal Testo unico sia rapidamente costituito, cominci a collaborare con la Consob e possa assumere in futuro un vero e proprio ruolo di autoregolamentazione.

16. Una parte rilevante dell'attività dell'Istituto è rivolta all'esame dei quesiti che pervengono numerosi dagli operatori. Quando si tratti di materie di sua competenza istituzionale, la Consob risponde: quelle risposte, anche se non possono produrre effetti vincolanti per le parti interessate, servono a fornire indirizzi interpretativi e applicativi di norme e contribuiscono a rendere omogenei i comportamenti degli operatori. Non può tuttavia la Consob esercitare questa attività nel caso di norme la cui applicazione è sottratta alle sue competenze e alle sue valutazioni o la cui interpretazione possa dar luogo a controversie che sono di competenza esclusiva del giudice ordinario.

Il nostro Paese non è ancora abituato ai contrasti di interesse che si manifestano nelle grandi contese finanziarie. In un mercato maturo non si richiedono al regolatore quotidiane indicazioni di comportamento.

17. In numerosi casi l'efficacia dell'intervento della Consob in materie che sono, o dovrebbero essere, di sua competenza trova limiti nella legislazione vigente.

In via di principio, le competenze di vigilanza sono distinte per finalità e non per soggetti: il Testo unico affida alla Consob la vigilanza su "la trasparenza e la correttezza dei comportamenti". Nella realtà, lo stesso Testo unico restringe notevolmente il perimetro entro cui si esercitano i controlli di trasparenza. Considerando i flussi di attività finanziarie delle famiglie nel 1997, quei controlli avrebbero dovuto esercitarsi su oltre 310 mila miliardi di emissioni lorde: di fatto, quando si sottraggano le obbligazioni bancarie non quotate e tutti i prodotti assicurativi di natura prevalentemente finanziaria, essi hanno riguardato poco più della metà di quel flusso.

Merita particolare menzione il caso delle obbligazioni strutturate, che configurano, in via generale, un “pacchetto” di strumenti finanziari, molti dei quali derivati, con un profilo rischio-rendimento difficilmente valutabile da un investitore privo della necessaria esperienza tecnica. Per tale motivo, la Consob in sede di controllo del prospetto di quotazione ha iniziato a richiedere agli emittenti una più puntuale rappresentazione dei profili di rischio. Nel 1997 e nel 1998 sono state quotate obbligazioni strutturate per 19 mila miliardi, pari al 28 per cento del totale delle obbligazioni quotate nel periodo; esse sono state collocate il più delle volte attraverso gli sportelli delle banche e, ove non ne sia stata contestualmente richiesta l'ammissione a quotazione, in assenza di ogni controllo sulla sollecitazione. Un calcolo del prezzo corretto di tali obbligazioni implica una valutazione del prezzo teorico dello strumento derivato incorporato; analisi compiute dalla Consob hanno rilevato casi frequenti di disallineamento fra i valori teorici, che tengono conto dei rischi impliciti nello strumento, e i valori di mercato.

Spesso le banche fissano i prezzi di acquisto e vendita delle obbligazioni di propria emissione sulla base di procedure amministrative poco reattive ai principali parametri di mercato che influenzano il valore dei titoli e ai flussi di domanda e offerta che provengono dalla clientela attraverso la rete degli sportelli.

La comunicazione Consob sugli scambi organizzati imporrà alle banche un più elevato grado di trasparenza nelle negoziazioni con la clientela che avvengono allo sportello. Resta ancora un problema di efficienza nel meccanismo di formazione dei prezzi, a motivo della segmentazione del mercato, del potere di monopolio di ogni banca nella negoziazione dei titoli di propria emissione e della rigidità dei sistemi di fissazione dei prezzi in acquisto e vendita. Questo problema può essere risolto in maniera efficace solo richiedendo la quotazione delle obbligazioni bancarie sul mercato ufficiale di borsa, al momento del loro collocamento.

18. I poteri sanzionatori e inibitori della Consob sono sovente modesti.

Nei casi di *insider trading*, di aggio su strumenti finanziari, di esercizio abusivo di servizi di investimento, la Consob invia le risultanze delle sue indagini alla Magistratura per l'esercizio dell'azione penale. Dal 1991 ad oggi la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 58 relazioni motivate (di cui 21 nel 1998) per abuso di informazione privilegiata e per manipolazione: ad oggi, di queste, 37 sono nella fase istruttoria, 11 sono state archiviate (alcune per decorrenza del termine di prescrizione), 2 hanno dato luogo a sentenze di condanna e 2 a sentenze di patteggiamento, con sanzioni pecuniarie affatto modeste. È difficile intravedere, in questo bilancio, un'efficacia dissuasiva della norma. Il legislatore, inoltre, non ha dotato la Consob di strumenti previsti in altri ordinamenti.

I reati di abuso di informazione privilegiata e di aggio si riferiscono ad atti già avvenuti e a fatti già compiuti. Nel caso di esercizio abusivo, in pendenza della segnalazione all'Autorità Giudiziaria e dell'inizio degli accertamenti da parte di quest'ultima, il reato può continuare, con

perdurante pregiudizio per i risparmiatori. Per impedire che ciò avvenga, la Consob si affida ad una collaborazione attiva con le procure. Il problema acquisterà rilevanza crescente con l'aumento del numero di siti Internet da cui si rivolgono offerte di gestione del risparmio. Si pongono in materia questioni complesse di giurisdizione, quando i siti si trovino al di fuori del territorio nazionale; ma si manifesta anche l'esigenza di adeguare la legislazione e le istituzioni, che non hanno tenuto il passo con l'innovazione tecnologica e finanziaria.

Sarebbe opportuno affiancare sanzioni amministrative immediate alle sanzioni penali, come avviene in altri ordinamenti. A tal fine, occorrono modifiche della legislazione.

Le sanzioni amministrative previste per comportamenti scorretti degli intermediari e degli emittenti sono proposte dalla Consob al Ministero del tesoro.

Quando la Consob propone sanzioni, senza poterle direttamente disporre, non è possibile dare pubblica notizia della proposta, con menzione della fattispecie e del soggetto sanzionabile. Questo rappresenta un notevole limite. Mentre la Consob trasmette la sua proposta al Ministero del tesoro, quei comportamenti, non interrotti né immediatamente censurati, avranno prodotto i loro effetti. L'efficacia della sanzione dovrebbe piuttosto rinvenirsi nella sua tempestiva pubblicità, che infligge un costo di reputazione assai superiore a quello dei modesti importi pecuniari (da 1 a 200 milioni) previsti dalla legge. La Commissione chiederà al Ministero del tesoro di concordare una procedura più rapida di irrogazione e di pubblicità della sanzione, come avviene in altri ordinamenti.

La Consob Autorità indipendente

19. Nel settore finanziario, tradizionalmente sottoposto ad una pervasiva attività di regolamentazione e di vigilanza, gli interventi legislativi hanno prodotto una struttura istituzionale non omogenea, a volte costosa, non sempre efficace. In molti paesi la vigilanza sul settore finanziario è soggetta ad un ripensamento, anche radicale, da parte del legislatore e dell'esecutivo, nel convincimento che, in presenza di libertà di movimento dei capitali e di libera prestazione dei servizi, le capacità competitive di un sistema dipendono anche dal grado di complessità delle regole e dal numero delle autorizzazioni che gli operatori devono ottenere. Pur se non emergono tendenze univoche, la ricerca di un assetto maggiormente funzionale e meno pervasivo è comune a tutti i paesi.

In Italia, la delega concessa dal Parlamento al governo nel febbraio del 1996 per la redazione di un Testo unico della finanza ha consentito di intervenire sulla struttura istituzionale dei controlli solo marginalmente. La vigilanza per finalità, che attribuisce responsabilità distinte per gli obiettivi di stabilità e trasparenza ad Autorità diverse, indipendentemente dalla natura dell'intermediario, pur se ribadita, non trova ancora completa e coerente applicazione. A tal fine si richiederebbe un ripensamento su compiti e ruoli delle diverse istituzioni di controllo e, forse, un parziale accorpamento delle Autorità esistenti e una redistribuzione dei loro compiti.

20. Si è recentemente aperto un dibattito sul ruolo delle Autorità indipendenti. Il Parlamento, attraverso l'indagine conoscitiva avviata dalla Commissione Affari Costituzionali della Camera dei Deputati, intende opportunamente valutare la coerenza di norme succedutesi nel tempo, anche ad intervalli considerevoli, al di fuori di un disegno unitario sui compiti e le responsabilità degli organi di vigilanza e regolazione. In questo riesame converrà operare una distinzione fra la posizione di Autorità più propriamente amministrative, a cui sono demandati compiti che prima erano di competenza dell'esecutivo, e quella delle Autorità di vigilanza e di garanzia.

Nel dibattito che si è aperto sulle Autorità indipendenti si è posta come questione centrale, non solo in Italia, ma anche in altri paesi e in Europa in occasione dell'unificazione monetaria, la possibilità di coniugare indipendenza e responsabilità, intesa come necessità di rendere conto del proprio operato. La Consob ha un rapporto istituzionale con il Ministro del tesoro e, attraverso il Ministro, con il Parlamento; è continuamente sottoposta, e si sottopone, al vaglio del mercato; i suoi provvedimenti sono impugnabili davanti alla Magistratura.

L'ordinamento attribuisce alla Consob "piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge". Questa autonomia è necessaria, come disse lo scorso anno il presidente Padoa-Schioppa, "affinché l'interesse pubblico sia perseguito senza interferenze di interessi particolari, siano essi politici o economici": la Commissione ha sempre curato di farne buon uso. All'indipendenza garantita nel processo di decisione non corrisponde tuttavia, per la Consob, diversamente da quanto è stato successivamente deciso per altre Autorità, un pari grado di autonomia nella definizione della propria organizzazione interna, anche per quanto riguarda gli accessi e l'ordinamento delle carriere, essendo fra l'altro i suoi regolamenti sottoposti al visto di esecutività della Presidenza del Consiglio. È, questo, un ostacolo non piccolo all'efficienza e all'agilità di un organismo che deve confrontarsi continuamente con il mercato e le cui incombenze aumentano quotidianamente.

* * *

Signor Ministro, Signore, Signori,

la ricerca teorica ed empirica ha mostrato che esiste una stretta relazione fra sviluppo economico e sviluppo finanziario di un paese. L'impresa deve competere, deve crescere, deve innovare. L'impresa è profitto, ma è anche rischio: nel mercato globale le rendite di posizione sono di breve durata. Per competere, per crescere, per innovare, l'impresa deve poter trovare agevolmente investitori che, direttamente o indirettamente, ne condividano il rischio e il profitto. In un sistema finanziario sviluppato, un mercato liquido e profondo seleziona le combinazioni efficienti fra rischio e rendimento; un insieme articolato di intermediari offre servizi specializzati e produce strumenti di copertura che consentono la trasformazione dei rischi; le istituzioni di

regolazione e di vigilanza garantiscono il risparmiatore dall'opacità, dall'abuso, dal raggio. Quel sistema riduce il costo del capitale e consente una buona allocazione del risparmio: per questa ragione favorisce la crescita dell'economia reale.

L'Italia ebbe in passato una fase di forte crescita dell'economia reale, non accompagnata tuttavia da un pari sviluppo del settore finanziario e dei mercati finanziari. Quella fase è finita. Il modello, molto casalingo, che la ispirava ha dato sì molto, ma difficilmente può dare di più. In un mondo che è tanto cambiato, e così rapidamente, il ritardo nell'adeguamento della nostra infrastruttura finanziaria non è forse estraneo al rallentamento della nostra crescita reale, anche relativamente agli altri paesi industrializzati, che constatiamo dall'inizio del decennio. Si sono fatti notevoli progressi negli ultimi anni, ma vi è ancora molta strada da compiere perché il sistema finanziario italiano sia in grado di offrire, a chi domanda e a chi offre capitali, la stessa quantità e qualità di servizi che sistemi più evoluti sono in grado di provvedere: se la quantità e la qualità sono inferiori, chi offre capitali si rivolgerà altrove e chi li domanda dovrà sopportare costi più alti.

I vincoli che costrinsero in passato il nostro sistema finanziario entro limiti angusti e ne impedirono lo sviluppo sono venuti meno: la lira non deve più essere difesa; non vi è più l'ansia di finanziare disavanzi pubblici fuori misura e di scongiurare immanenti crisi del debito. Nel mercato unico europeo soffia un salutare vento di concorrenza che rende obsoleti antichi espedienti di protezione. L'ammodernamento del sistema è ora responsabilità solo nostra, senza che circostanze esterne possano più offrire pretesti per ulteriori ritardi.

Decideranno gli intermediari quali mosse essi devono intraprendere per mettersi al passo nel rispetto delle regole di stabilità. Toccherà al Governo e al Parlamento individuare e rimuovere i residui ostacoli legislativi e amministrativi. Per parte sua, il regolatore, la Consob, deve comprendere il mercato e assecondarne l'evoluzione, adeguando con flessibilità gli istituti. Ma deve anche essere rigoroso quando si tratti di garantire la protezione del risparmiatore e quindi di assicurare completa trasparenza e piena parità di trattamento nell'informazione. Tanto più queste due esigenze possono armonicamente conciliarsi, quanto più venga da tutti condivisa una cultura in cui il mercato è concepito come bene pubblico, che ha la funzione di trasmettere segnali significativi all'economia, e non come arena ove si possono compiere oscure scorriere. Affinché il regolatore possa, come deve, essere amico del mercato, occorre che il mercato, attraverso chi vi partecipa, sia amico di se stesso.